新产业（300832.SZ）

2020 年 08 月 25 日

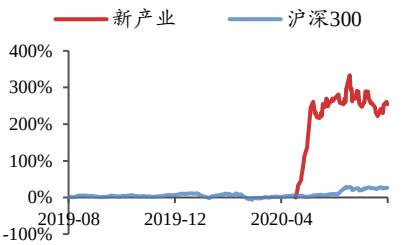
化学发光国产先驱的升级之路

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2020/8/25
当前股价(元)	159.97
一年最高最低(元)	197.00/37.67
总市值(亿元)	658.44
流通市值(亿元)	65.91
总股本(亿股)	4.12
流通股本(亿股)	0.41
近 3 个月换手率(%)	750.47

股价走势图



数据来源：贝格数据

杜佐远（分析师）
duzuoyuan@kysec.cn
证书编号：S0790520050003

李蕾（联系人）
lilei2@kysec.cn
证书编号：S0790120070046

● 公司是国内化学发光龙头之一，将分享 700 亿市场

当前我国化学发光市场规模约 300 亿，预计 2030 年我国化学发光将达到 700 亿。公司作为国内化学发光免疫龙头企业，有 8 款全自动化学发光免疫分析仪器，126 项配套试剂，试剂种类齐全，契合不同终端需求。在体外诊断市场不断扩容的背景下，有望保持自身竞争力，维持当前的龙头地位。

我们预计 2020~2022 年公司营业收入为 22.12/28.86/37.67 亿元，同比增长 31.5%/30.5%/30.5%，归母净利润 10.22/13.07/16.98 亿元，同比增长 32.2%/27.9%/29.9%，EPS 分别为 2.48/3.18/4.12 元/股。截至 2020 年 8 月 25 日，当前股价对应 PE 分别为 64/50/39。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 海外耕耘 10 年，迎来快速发展期

新产业起步之时就对标“罗雅贝西”，具有走向海外的竞争力。化学发光全球市场广阔，预计 2023 年达到 272 亿美金，公司视野不局限在国内，耕耘 10 年，不忘初心。2020 年 H1，海外化学发光免疫仪器销售 932 台，累计达到 7000 台。公司海外业务收入同比增长 235%，扣除新冠试剂，仍实现同比增长 55.58%。海外业务收入占公司总收入比重首次超过 50%。我们认为公司海外业务（扣除新冠试剂）高速增长可持续，归因于近 10 年的耕耘不辍。目前公司正在观察、努力突破标杆医院和大型第三方实验室，静待花开。

● 公司单机产量步入上升通道

当前 MAGLUMI X8 年产能 500 台，国内外累计销售 168 台，促进 2020H1 国内中高速机型的销售占比提升到 50%，同时三级医院的数量也得到了稳步提升，达 966 家，其中三甲医院覆盖率为 45.51%，以及传染病检测项目的补充完善等，都将有利于单产提升；同时，目前 SNIBE 品牌已在海外市场形成知名度，现在已经看到大型医院陆续开始使用公司的中高端仪器，故单机产出也会提升。

风险提示：新产品质量风险；集采降价风险；海外政治、汇率等风险；疫情持续超预期等

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1,384	1,682	2,212	2,886	3,767
YOY(%)	21.3	21.5	31.5	30.5	30.5
归母净利润(百万元)	694	773	1,022	1,307	1,698
YOY(%)	28.9	11.3	32.2	27.9	29.9
毛利率(%)	80.8	80.0	79.6	78.8	78.5
净利率(%)	50.2	45.9	46.2	45.3	45.1
ROE(%)	29.3	24.6	24.6	23.9	23.7
EPS(摊薄/元)	1.69	1.88	2.48	3.18	4.12
P/E(倍)	94.4	84.8	64.1	50.1	38.6
P/B(倍)	27.7	20.9	15.7	12.0	9.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

1、 新产业：国产化学发光领域先驱

1.1、 国产化学发光先驱焕发新生

深圳市新产业生物医学工程股份有限公司，成立于 1995 年 12 月 15 日。公司主要从事研发、生产及销售系列全自动化学发光免疫分析仪器及配套试剂，是国内化学发光领域的先驱，国内化学发光领域的第一梯队。产品主要用于提供疾病的预防、诊断、治疗监测、预后观察、健康状态评价以及遗传性疾病预测等方面诊断信息。

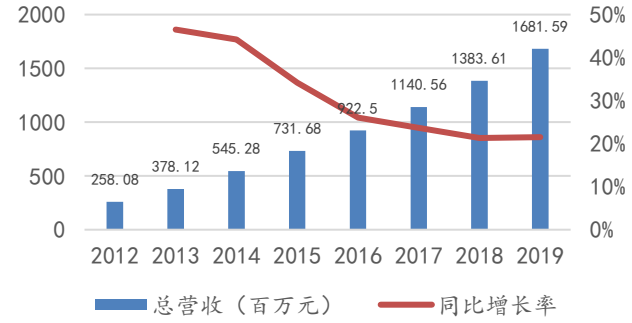
公司是第一家应用直接化学发光免疫分析技术并实现批量生产全自动化学发光免疫分析仪器及配套试剂的公司。2010 年 2 月，公司就将中国第一台全自动化学发光免疫分析仪及配套试剂推上市场。装机量只是公司的先发优势之一，我们认为累积了临床经验助力产品升级优化更重要。2018 年，新产业生物成功发布全球最快全自动化学发光免疫分析系统 MAGLUMI® X8，我们认为是非常值得期待和跟踪的，有望在品质上进一步提升口碑。

公司也较早布局海外市场，目前已经小有规模，在海外注册进度上领先。2017 年 7 月，新产业生物通过美国 FDA 510(k)审核，获得准入许可，正式成为中国第一家获得美国 FDA 准入的化学发光厂家。2019 年 7 月，新产业生物自主研发的丙型肝炎化学发光产品成功通过欧盟 CE List A 认证，成为中国第一家丙肝试剂荣获欧盟 CE 最高认证的化学发光厂家。未来，中国化学发光（体外诊断）龙头将会走出国门，面向全球，登上一个新台阶。

1.2、 聚焦化学发光，打开海外市场

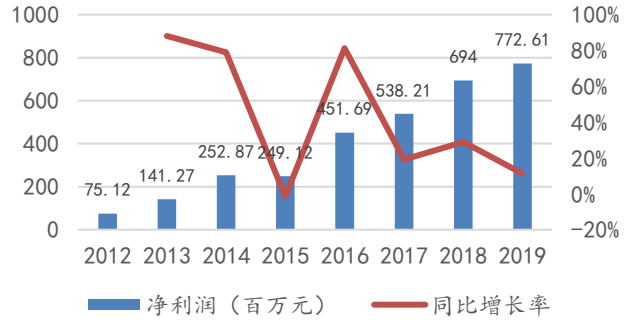
公司近年来发展较快，2017-2019 年的营业总收入分别为 11.41、13.84 和 16.82 亿元，年均复合增长率为 22.16%。2017-2019 年的净利润分别为 5.38、6.94 和 7.73 亿元，年均复合增长率为 19.59%。

图1：2019 年营业收入达到 16.82 亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2019 年净利润达到 7.73 亿



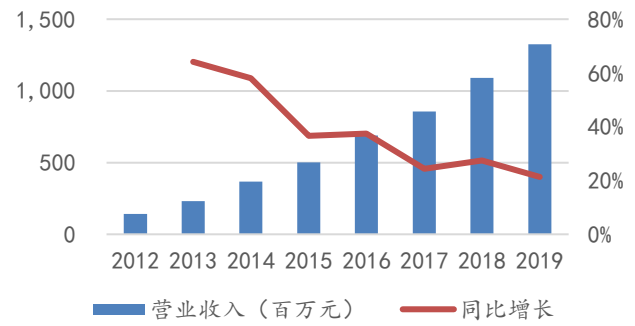
数据来源：Wind、开源证券研究所

2019 年公司主营业务收入构成中，试剂占比 79%，仪器及配套软件占比 16%，配件及其他占比 5%。目前，公司每年利润的绝大部分来自试剂销售收入，且近年来试剂增长率一直维持在 20%以上，试剂业务处于快速扩展中。

公司产品的毛利率水平较高，2017-2019 年公司的综合毛利率保持在 80%左右，试剂毛利率超过 90%，而仪器及配套软件的毛利率则逐年下降维持在 30%左右。可见，公司的业务发展思路是以仪器的销售带动试剂的销售，主要的利润点来自试剂销售业务。还值得一提的是，由于公司的业务结构，如肿瘤标志物检测试剂单价相对

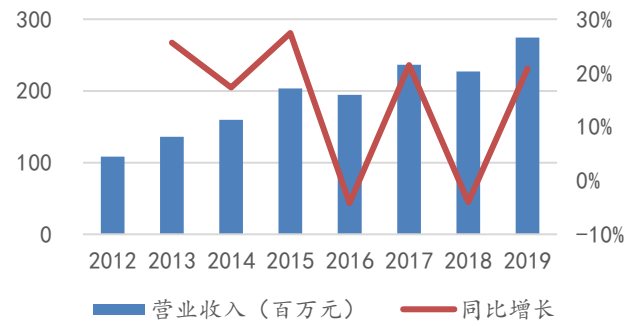
较高、占比 36%及以上，以及费用率控制得当，公司的净利率一直较高，2017~2020H1 分别为 47.19%/50.16%/45.95%/49.04%。

图3：2012-2019 年试剂收入持续增长



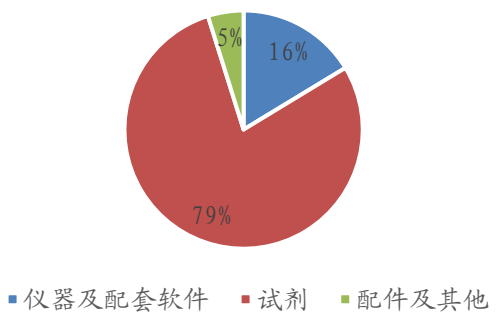
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2012-2019 年仪器及配套软件营收波动增长



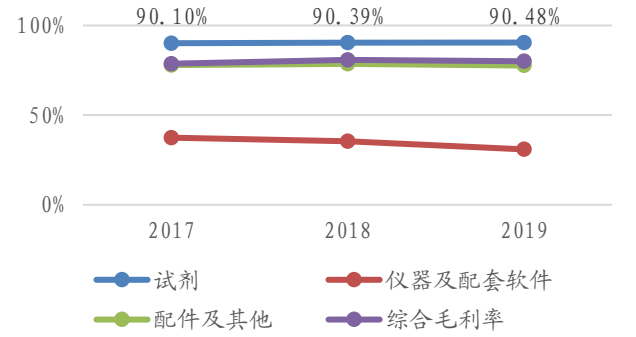
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：试剂营收占比 79%（2019）



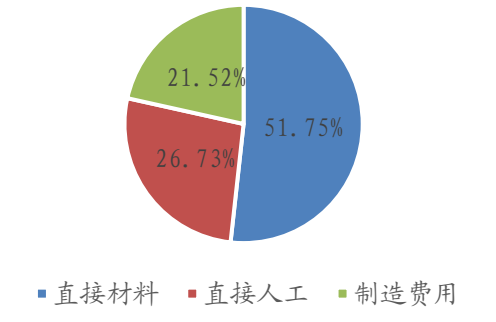
数据来源： Wind、开源证券研究所

图6：试剂毛利率约 90%（2019）



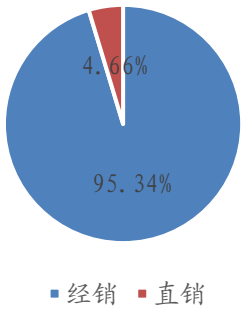
数据来源： Wind、开源证券研究所

图7：试剂的直接材料占成本 52%（2019）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司经销占比 95%（2019）

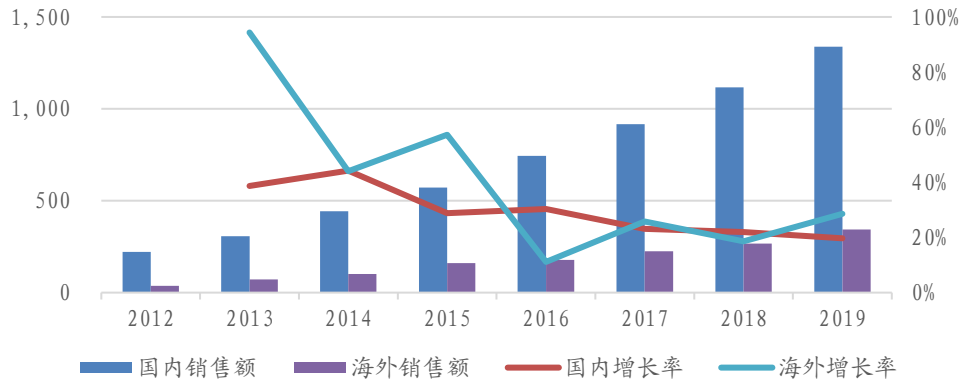


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司从 2010 年开始进军海外市场，海内外共同发展有利于增强单一市场的抗政策风险能力、提高业绩稳定性。在海外市场，公司产品已进入 145 个国家和地区。从海外收入分布上看，2019 年，公司海外销售最大市场在亚洲，占海外销售的 47.34%，其后为南美洲、欧洲、非洲，占比分别为 21.06%、16.72%、13.42%。从收入占比上

来看，既往国内占比 80%及以上，而 2020H1 海外收入首次超过国内收入，其中国内收入 4.27 亿，同比下滑 23.67%；海外 5.02 亿，同比增长 242.42%。2020H1，海外新冠抗体检测试剂收入 2.74 亿元，主要销往欧洲和美洲区域，扣除新冠试剂贡献，仍实现同比增长 55.58%，说明海外增长已步入快车道。

图9：2012～2019 年国内外市场销售额持续增长

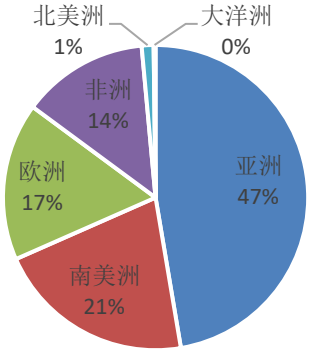


数据来源：Wind、开源证券研究所

海外毛利率水平还有长足的提升空间。内销毛利率高于外销，主要系国内外产品销售结构存在差异：其中，2017-2019 年国内销售收入中试剂收入占比分别为 81.33%、84.73%和 84.18%，海外销售收入中试剂收入占比分别为 49.59%、54.39%和 57.98%，由于试剂毛利率在 90%左右，显著高于 30%-40%区间的仪器毛利率，导致国内销售毛利率较高。随着海外装机和试剂注册增加，我们预计未来海外毛利率会逐步提升。

公司敢于突破海外市场的决心和行动彰显了对自家仪器、试剂对标跨国四大家的信心。我们认为中国优秀的化学发光企业，未来都将要走向海外，而新产业抢占了出海先机。

图10：海外收入占比较高的是亚洲和南美（2019）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

1.3、 股权结构和管理层稳定

实际控制人不参与公司经营。公司实际控制者为翁先定，直接持有公司股权比例为 3.35%，通过西藏新产业投资管理有限公司间接持有公司股权 30.01%， 实际持股比例为 33.43%。翁先定先后在国家计委财政金融司、深圳市计划局等工作。1993

年 8 月组建新产业投资，并担任总裁；2004 年起至今，担任新产业投资董事长兼总裁。2014 年 2 月至今，任西藏新产业执行董事。2012 年 8 月至今，担任新产业生物董事。

公司法定代表人，现任董事长兼总经理为饶微。在发行前，饶微实际控制的公司股份达到 18.93%。饶微直接持有 5661.00 万公司股份，持股比例为 15.28%。与其家族成员形成一致行动人，另外合计持有 1350.24 万公司股份，持股比例为 3.65%。

饶微是公司的灵魂人物，既是公司核心技术的奠基人，也是公司销售体系的掌舵者。1997 年加入公司后，饶微先生创新性地将纳米复合磁性微球、ABEI 发光物的合成和免疫分析技术相结合，建立了磁分离直接化学发光免疫分析系统，使公司成为国内最早建立起直接化学发光免疫分析完整平台并实现产业化的公司。公司也打造了自己的销售队伍，同时也与经销商建立了长期自主互惠机制。

1.4、 开展股权激励计划，绑定核心人才

为了进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司核心团队人员的积极性，使各方共同关注公司的长远发展，公司于 2020 年 6 月推出股权激励计划，授予日为 2020 年 7 月 6 日。

公司选用了第一类限制性股票+第二类限制性股票的复合激励工具，其中第一类限制性股票的激励对象为公司的 6 位法定高管，剩余的激励对象则选用第二类限制性股票。激励对象共 412 人，包括公司的董事、高级管理人员、董事会认为需要激励的其他人员。此次激励计划授予的股票数量为 607.8 万股，约占激励计划公告时公司股本总额的 1.47%。激励计划授予的限制性股票价格为 79.57 元/股。

第一类限制性股票分在满足考核条件之后分三次解除限售，解除限售比例分别为 34%、33%、33%；第二类限制性股票分三次归属，归属比例分别为 34%、33%、33%。公司选用各考核年度营业收入定比 2019 年营业收入增长率作为考核指标，设置触发值（An）与目标值（Am），其中触发值是公司 2020-2022 年设定的最低经营目标，即各考核年度营业收入定比 2019 年营业收入增长率分别不低于 20%、44%、73%；目标值是公司 2020-2022 年设定的较高经营目标，即各考核年度营业收入定比 2019 年营业收入增长率分别不低于 30%、69%、120%（年均增长 30%）。股权激励的目标值设定不低，参考行业增速 15~20%，30%增速意味着维持住龙头地位，表明公司的决心和信心。2020~2023 年对公司发展来说至关重要，顺水行舟亦不进则退。

表1：股权激励费用逐季扣除

预计摊销的总费用（万元）	2020 年 （万元）	2021 年 （万元）	2022 年 （万元）	2023 年 （万元）
47,077.44	12,063.59	22,283.32	9,709.72	3,020.80

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2、 化学发光：市场扩容的背景下保持自身竞争力

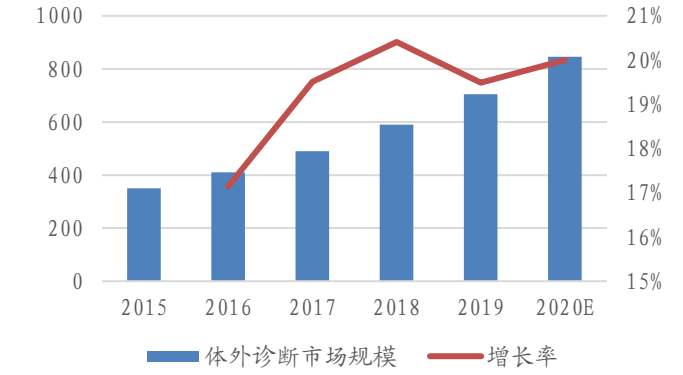
2.1、 化学发光赛道足够宽阔

预计海外化学发光市场到 2023 年有 272 亿美元规模。根据 Marketsand Markets 预测，2018 年全球免疫诊断市场规模达到 201.9 亿美元，为体外诊断行业市场规模最大的子行业，并预计可以保持 6.1%的复合增长率，到 2023 年市场增长至 271.5 亿美元，其中北美、欧洲和亚洲是主要核心市场。

我国体外诊断行业处于高速发展期，据 Allied Market Research 统计，2014 年我国体外诊断行业市场规模为 300 亿元，2019 年增加到 705 亿元，五年复合增长率为 18.6%，远高于同时期全球平均增长水平。按照 20%增长率，2020 年我国体外诊断市场规模将达 846 亿元。近二十年中国体外诊断产业在政策扶持、下游市场需求膨胀、技术进步的带动下经历了巨大的发展，产业化程度快速提高。大量国际优秀公司参与进来发掘市场需求，推动产业发展，同时一大批本土公司在行业大发展中成长起来，积极参与市场竞争。

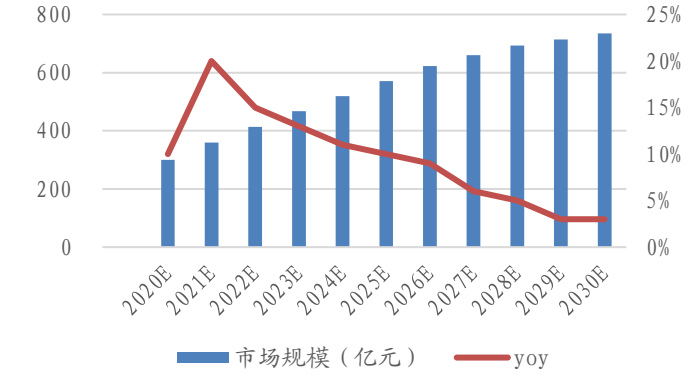
我国化学发光当前已有 300 亿市场规模。免疫诊断市场规模最大，约占据体外诊断整体市场的 39%（超 300 亿），是国内市场规模最大的体外诊断细分类别，预计 2030 年我国化学发光未来将达到 700 亿规模。公司作为国内化学发光免疫分析领域的龙头企业，在体外诊断市场不断扩容的背景下，有望凭借仪器先进、试剂种类多样、技术更新快和产品应用广泛的保持自身竞争力，维持当前的龙头地位。

图 11：预计 2020 年我国体外诊断市场规模 846 亿元



数据来源：Allied Market Research、开源证券研究所

图 12：预计 2030 年我国化学发光未来将达到 700 亿规模



数据来源：开源证券研究所

2.2、 化学发光仪器规格多，新仪器 X8 潜力足

公司共有 8 款全自动化学发光免疫分析仪器，均已获得医疗器械产品注册证；拥有 4 款全自动生化分析仪器。公司仪器型号系列化，能够满足不同用户对仪器测试速度、样本和试剂装载量的需求；配套试剂涵盖甲状腺、性腺、肿瘤标志物、代谢、肝纤维化、传染病等检测项目，能够满足不同用户的检测需求。

公司的 MAGLUMI 系列全自动化学发光免疫分析仪已经完成了从小型到大型、低速至高速的全系列产品，不但可满足小诊所、社康等终端的小型化需求，也可满足三甲医院、体检中心、第三方检验机构的需求。具体来看，目前公司化学发光免疫分析仪主力机型共有 5 种。其中，M800 针对中小型客户， M2000 和 M2000 Plus 适用于中等业务规模，M4000 Plus 和 MX8 针对中大型医疗机构，是公司与进口品牌在大中型医疗机构开展竞争的重要产品。国内主要卖 M2000、M2000P、M4000P 和 X8，海外主要卖 M800、M2000、M2000P。其他机型也可以卖，取决于客户需求。

M4000 Plus 是公司于 2017 年推出的，替代 M4000，在保留原有较高测速、较大样本量特点的基础上，进一步升级功能，实现了与同型号仪器或生化仪组合互联的功能，市场反应较好，推出以来各年销量均较高；2019 年公司推出 MX8，其测速达到 600 测试/小时，是目前市场上测速最高的化学发光仪器之一，并可与同型号仪器、生化仪组合以及电解质分析仪组合互联，是面向中大型医疗机构的重点机型。MX8

秉承“零故障”服务理念，为客户提供 24 小时全天候服务，200 多个传感器全方位监控仪器各部件运行状态，智能化故障自恢复，保障仪器全天候精准可靠运行。

表2：公司当前主力机型有 5 款

型号	MAGLUMI 800	MAGLUMI 2000	MAGLUMI 2000Plus	MAGLUMI 4000Plus	MAGLUMI X8
测试速度	180 T/H	180 T/H	180 T/H	280 T/H	600 T/H
移液针	1	2	2	2	1
试剂位	9	15	25	25	42
样本位	40	144	144	144	300
样本冷藏区	有	无	有	有	有
目标终端用户	40-80 T/D	100-300 T/D	100-300 T/D	200-500 T/D	>500 T/D

数据来源：公司官网、公司年报、开源证券研究所

图13：MAGLUMI® X8 引领全自动化学发光进入了“超高速时代”



资料来源：公司官网

2.3、 全实验室自动化整体解决方案落地

新产业生物已与日立、赛默飞世尔展开了战略合作，致力于打造全球超高速全实验室自动化流水线。

同赛默飞合作推出了 SATLARS-TCA 实验室全自动化整体解决方案，该流水线产品搭载了赛默飞的开放性实验室自动化系统，主要以免疫诊断产品合作为主；同日立合作推出了全实验室自动化流水线（MAGLUMI X8＋LABOSPECT 008 AS），该流水线使用公司的高速发光仪器 MAGLUMI X8，另使用日立的全球测试最快的生化模块。目前公司已分别跟上述两个公司完成接口研发，预计 2020 年 H2 两条流水线都会在国内铺开。

公司生化诊断产品线主要产品有 4 款全自动生化分析仪器及 45 项配套试剂。现有的 45 个生化试剂将会取得日立的认证。另外公司有 14 个在研生化试剂，预计 2020~2021 年将陆续拿证，届时公司生化试剂国内注册数量会达到约 60 个，可基本满足国内三级医院需求。另外也可以通过同国内其他生化试剂厂家合作方式来补充生化试剂菜单。

2.4、 国内外合计装机 14000 台化学发光仪

在国内，全自动化学发光免疫分析仪器及试剂已进入全国大多数省市的各级医

院、体检中心和计生中心，截至 2020 年 6 月底，国内装机量已超过 7400 台（相对于 2019 年底增加了 600 台），在国内化学发光免疫诊断厂商中处于领先地位。

公司仪器及配套软件的销售不受限于医院的等级，从三级医院、二级医院、一级医院到未定级医院皆有大量的销售。2017-2019 年，二级医院和未定级医院逐渐成为公司仪器及配套软件销售的主力。未定级医院客户分类较多，包括计生系统、基层医院、民营医疗机构（如私立医院、第三方检测中心）等，公司一方面主动挖掘新增客户，一方面也积极参加各省计生系统、基层医院的招标，取得了良好成效，由于数量多，因此公司对该类客户的销量和销售额总体较大。

表3：公司国内仪器及配套软件销往不同等级医院

项目	2017		2018		2019	
	销量	收入（万元）	销量	收入（万元）	销量	收入（万元）
三级医院	159	2840.17	142	2784.41	202	3630.01
二级医院	259	4218.55	243	4329.92	346	5586.33
一级医院	35	433.33	44	540.08	61	726.78
未定级医院	569	5914.01	341	4480.67	410	5231.17
合计	1022	13406.06	770	12135.08	1019	15174.29

数据来源：公司年报、开源证券研究所

海外方面，终端客户的售后服务主要由海外经销商完成，公司采用与海外经销商建立长期合作关系的模式，借助海外经销商对当地行业特点、法律法规的了解拓展当地市场。公司则主要负责对海外经销商进行专业系统的培训，使其熟悉产品性能、实现精准营销、准确掌握仪器及配套试剂的使用方法，并能够及时处理终端客户的售后需求。

公司在海外市场采取用较低的仪器价格占领市场，然后通过高毛利率的试剂获得持续营收增长的策略。截至 2019 年底，新产业海外经销商达 220 余家，进入 143 个国家和地区，分布于亚洲、欧洲、非洲、美洲等，主要是亚太地区，海外地区的销售收入逐年增长，最近三年的复合增长率达 23.53%。2019 年，公司海外存量设备已经超过 6000 台，新增达到 1436 台，市场份额快速增长。2017-2019 年，海外试剂收入占总试剂收入占比不断提高，达到 14.29%，显示出公司的策略效果正在显现。

表4：公司全自动化学发光免疫分析仪器及配套软件海外销售占比超 40%

年份	数量（台）	单价（万元/台）	销售金额（万元）	占化学发光仪器销售额比例
2017 年	894	10.8	9652.86	42.69%
2018 年	1019	9.75	9939.44	47.69%
2019 年	1289	8.72	11234.67	44.22%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

表5：公司全自动化学发光免疫试剂海外销售占比超 12%

年份	数量（盒）	单价（元/盒）	销售金额（万元）	占化学发光试剂销售额比例
2017 年	217550	440.79	9589.36	12.45%
2018 年	284506	431.75	12283.64	12.61%
2019 年	378953	443.76	16816.42	14.29%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

表6：公司国外仪器销售毛利率低于试剂毛利率

国外仪器及配套软件收入	2017	2018	2019
新增销量	925	1083	1436
国外存量设备	3481	4564	6000
海外仪器收入	10236.2	10564.6	12250.4
单机价格	11.1	9.8	8.5
毛利率	32.50%	22%	13.30%
国外配套试剂收入	2017	2018	2019
收入	11133.8	14487.1	19864.8
单机产出	3.2	3.2	3.3
毛利率	90.10%	90.40%	90.50%

数据来源：公司招股书、开源证券研究所

2020 年上半年，海外化学发光免疫仪器销售 932 台，公司海外业务收入同比增长 235%，扣除新冠试剂，仍实现同比增长 55.58%。海外业务收入占公司总收入比重首次超过 50%，我们认为公司海外业务高速增长可持续，归因于近 10 年的不断耕耘，终于迎来收获期。目前公司正在观察、努力突破标杆医院和大型第三方实验室，需要时间等待开花结果。

国内外仪器单产都进入上升通道。国内，随着高端机型的提升和传染病项目的补充完善，单产预计将会提升；海外，公司前期先用中小机型去占领市场，目前 SNIBE 品牌已在海外市场形成知名度，现在已经看到大型医院陆续开始使用公司的中高端仪器，故单机产出也会提升。

公司规划了 5000 台化学发光仪器产能。2020 年 5 月，公司募投项目新产业生物研发生产基地二期全面启用，3 条高速灌装生产线实现投产，大幅提升公司生产能力，当前公司可年产 3000 台化学发光免疫分析系统、500 台 X8 以及 400 万盒（4 亿人份）配套诊断试剂，而预计募集资金投资项目之一的“新产业生物研发大厦”建设项目达产后，公司将形成全自动化学发光系列仪器 5,000 台的生产能力，同时将新增 500 万盒配套诊断试剂的生产能力。

2.5、 试剂菜单全市场最全

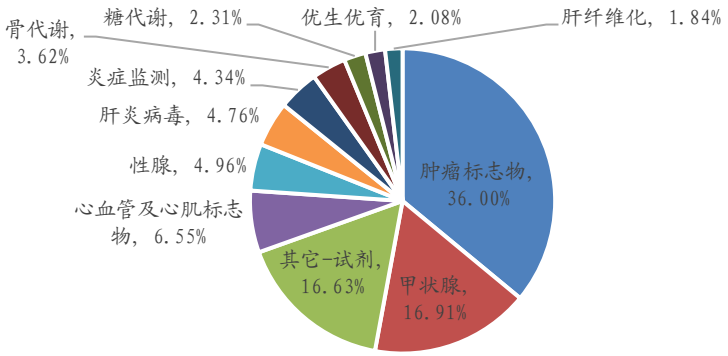
公司的全自动化学发光免疫分析试剂涵盖甲状腺、性腺、肿瘤标志物、代谢、肝纤维化、传染病等，种类达到 126 种，均已取得产品注册证书。这 126 种试剂由常规项目和特殊项目组成，常规项目是大中小临床医疗机构均可开展的临床检测项目，也是该领域主要的进口品牌能够提供的项目；特殊项目是公司根据国内外大型医疗机构的要求而研发的，一般在国内外大型医疗检测机构开展。

公司试剂研发团队的研发重点在特殊的临床检测项目，以持续不断的满足国内外大型临床医疗机构的需求，如 Lp-PLA2、超敏肌钙蛋白 I、25-OHVD、CA50、CA72-4、CA24-2、Cyfra21-1、SCCA、TRAb、rT3 等项目，都是公司的特色项目，拉动进院装机。

公司目前拥有检测项目共 21 个大类。份额中排名前八的检测项目分别是，肿瘤标志物 19 项，性激素 16 项，传染病 11 项，甲状腺功能 11 项，骨代谢 6 项，心血管及心肌标志物 10 项以及其他。其中，传染病中的梅毒试剂和艾滋试剂于 2018 年底拿证，以前只有乙肝五项和丙肝试剂。2020 年 2 月，术前八项的试剂证完成变更，增加适用机型 X8，可以配合 X8 这款高速机推向市场。

在化学发光试剂中，行业占比较大的检测项目主要为肿瘤标志物、传染病（术前八项）、性激素和甲状腺功能。跟同行相比，公司的传染病占比也较低，是未来的增长点之一。

图14：公司肿瘤标志物试剂占比较大（2019）



数据来源：招股说明书、开源证券研究所

3、技术全面，试剂仪器自产率高

公司拥有纳米免疫磁性微球研发、全自动化学发光仪器研发、全自动化学发光试剂研发、试剂原料研发四大技术平台。

仪器制造方面，公司的全自动化学发光仪器研发技术平台拥有国内外领先的全自动化学发光免疫分析系统、生化分析系统、一体分析系统的关键技术。自产仪器有利于第一时间找到问题根源并立马着手解决。

试剂方面，公司化学发光免疫分析试剂产品制备使用的核心技术包括纳米磁性微球与抗体的连接技术、抗原抗体 ABEI 的标记及纯化技术、化学发光底物的制备技术、各种缓冲液、稀释液的制备技术等，均属于公司自主研发。从毛利率的角度来看，原料自产对成本的影响不算太大，更多的是从自主可控的角度进行布局。

公司自主研发了纳米免疫磁性微球的制备技术，是全自动化学发光免疫分析试剂的核心技术。该技术提供了一种用于生物蛋白分离的磁性微球的制备方法，通过配制并使用适宜的乳化液对磁性微球基体进行处理，并通过乳液聚合实现对磁性微球基体表面的修饰，从而获得一种表面包覆有聚丙烯酸酯类聚合物层的磁性微球。当用于生物蛋白分离时，该磁性微球在不影响与特定蛋白的连接能力的前提下，显著减少了与其它蛋白的非特异性吸附，为实现高的蛋白特异性吸附的分离工程提供了新的选择。

公司已经取得全自动化学发光免疫分析试剂制备技术的专利授权，即磁分离直接化学发光试剂及用该试剂的测试方法。该技术涉及一种磁分离直接化学发光试剂及其测试方法，主要是采用异鲁米诺衍生物作为发光标记物，羊抗 FITC 多克隆抗体包被的免疫纳米磁性微珠作为分离试剂，用 NaOH 和 H2O2 作为发光底物的磁化学直接发光的试剂及测试方法；本发明所述的试剂稳定、不污染、不分解及不受环境因素的影响，所述的测试方法速度快、结果准确。

表7：公司在研多款化学发光仪和生化仪

仪器型号	创新点
MAGLUMI X3	单反应杯设计，试验流程更加灵活 创新的重悬浮清洗结构设计，显著提升试剂测试的灵敏度 体积小巧，测速和装载量媲美中大型机，更好的满足客户需求 仪器检测速度高达 200 测试/小时
Biossays 240 Plus	单针设计，恒速 240 测试/小时，体积小巧 凹面平像场光栅后分光式设计，16 波长，寿命更长波长更准确 可以选配内置 ISE 模块 反应杯重复清洗设计，降低客户耗材成本
Biossays 240	单针设计，恒速 240 测试/小时，体积小巧 凹面平像场光栅后分光式设计，16 波长，寿命更长波长更准确 可以选配内置 ISE 模块 一次性反应杯设计，仪器成本更低
MAGLUMI X-Mini	单人份试剂条设计，试剂即插即用 创新的无液路设计，仪器免维护 体积小巧，适用于小型终端及急诊用户 采用 Maglumi 系列同样的试剂体系，结果媲美大型机
Biossyas C8	1600 测试/小时高速全自动生化分析仪 更多的试剂位，更好的满足客户需求 永久性石英比色杯设计，免除更换成本 可以连入全实验室自动化系统，适用于更大型终端
Biossays E6	500 测试/小时单机版全自动电解质分析仪 原试管自动穿刺功能，钙离子测试更加稳定 体积小巧，电脑屏幕一体化设计，成本更低 可以连入全实验室自动化系统，可满足大型终端要求

资料来源：公司招股书、开源证券研究所

4、 盈利预测与投资建议

2020 年上半年，新冠试剂销售了 2.74 亿，毛利率较高，拉高了整体毛利率水平。但我们保守假设下半年和往后不再有新冠试剂销售，而实际上新冠检测试剂大概率会继续有所贡献。

表8：预计公司达到股权激励目标值

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	**1681.59**	**2211.56**	**2885.81**	**3767.26**
yoy	21.54%	31.52%	30.49%	30.54%
营业成本	337.00	452.15	613.20	811.25
yoy	26.94%	34.17%	35.62%	32.30%
毛利率	79.96%	79.56%	78.75%	78.47%
试剂	**1324.39**	**1727.56**	**2365.81**	**3197.26**
yoy	21.33%	30.44%	36.94%	35.14%
成本	126.10	158.24	307.56	479.59
毛利	1198.29	1569.32	2058.25	2717.67

	2019	2020E	2021E	2022E
毛利率(%)	90.48%	90.84%	87.00%	85.00%
业务收入比例(%)	78.76%	78.12%	81.98%	84.87%
仪器及配套软件	**274.25**	**384.00**	**390.00**	**420.00**
yoy	20.82%	40.02%	1.56%	7.69%
成本	189.49	268.80	273.00	294.00
毛利	84.76	115.20	117.00	126.00
毛利率(%)	30.91%	30.00%	30.00%	30.00%
业务收入比例(%)	16.31%	17.36%	13.51%	11.15%
新装机		**384.00**	**390.00**	**420.00**
国内		1200	1000	1000
海外		1800	2000	2000
单价				
国内		20	21	22
海外		8	9	10
配件及其他	**81.36**	**100.00**	**130.00**	**150.00**
成本	18.19	25.11	32.64	37.67
毛利	63.17	74.89	97.36	112.34
毛利率(%)	77.64%	74.89%	74.89%	74.89%
业务收入比例(%)	4.84%	4.52%	4.50%	3.98%
其他业务	1.59	0.00	0.00	0.00

数据来源：Wind、开源证券研究所

我们预计 2020~2022 年公司营业收入为 22.12/28.86/37.67 亿元，同比增长 31.5%/30.5%/30.5%，归母净利润 10.22/13.07/16.98 亿元，同比增长 32.2%/27.9%/29.9%，EPS 分别为 2.48/3.18/4.12 元/股。截至 2020 年 8 月 25 日，当前股价对应 PE 分别为 64/50/39，另当前股价对应 PB16/12/9，低于历史值。基于公司新仪器和试剂上市放量、单产提升以及海外增长三重逻辑，我们首次覆盖，给予“买入”评级。

5、 风险提示

产品质量风险；集采降价风险；海外政治、汇率等风险；疫情持续超预期等

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	1867	2485	3462	4632	6177
现金	1431	1980	2725	3732	4939
应收票据及应收账款	204	228	340	401	566
其他应收款	9	7	14	13	22
预付账款	13	14	21	24	35
存货	194	237	342	443	595
其他流动资产	15	20	20	20	20
非流动资产	774	973	1138	1332	1595
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	333	533	670	832	1045
无形资产	55	103	117	123	132
其他非流动资产	386	337	352	376	418
资产总计	2641	3458	4600	5964	7772
流动负债	264	308	387	445	556
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	63	54	102	110	171
其他流动负债	202	254	285	335	384
非流动负债	10	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	10	11	11	11	11
负债合计	275	319	398	456	566
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	370	370	412	412	412
资本公积	239	239	239	239	239
留存收益	1757	2529	3551	4858	6555
归属母公司股东权益	2366	3139	4202	5509	7206
负债和股东权益	2641	3458	4600	5964	7772

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	702	832	902	1246	1539
净利润	694	773	1022	1307	1698
折旧摊销	43	60	81	103	131
财务费用	-19	-7	-23	-27	-30
投资损失	-34	-41	-26	-30	-33
营运资金变动	-15	23	-153	-106	-227
其他经营现金流	33	25	0	0	0
投资活动现金流	-250	-285	-221	-267	-362
资本支出	285	327	165	194	263
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	35	42	-56	-73	-98
筹资活动现金流	-102	-8	64	27	30
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	41	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-102	-8	23	27	30
现金净增加额	350	535	745	1007	1207

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1384	1682	2212	2886	3767
营业成本	265	337	452	613	811
营业税金及附加	8	8	11	15	19
营业费用	255	328	354	462	603
管理费用	35	50	81	101	121
研发费用	84	120	177	231	301
财务费用	-19	-7	-23	-27	-30
资产减值损失	-15	0	0	0	0
其他收益	33	28	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	34	41	26	30	33
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	808	899	1185	1522	1975
营业外收入	0	0	7	2	2
营业外支出	1	0	0	0	1
利润总额	807	898	1192	1523	1977
所得税	113	126	170	216	279
净利润	694	773	1022	1307	1698
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	694	773	1022	1307	1698
EBITDA	807	899	1203	1530	1978
EPS(元)	1.69	1.88	2.48	3.18	4.12

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	21.3	21.5	31.5	30.5	30.5
营业利润(%)	28.2	11.3	31.8	28.4	29.8
归属于母公司净利润(%)	28.9	11.3	32.2	27.9	29.9
获利能力					
毛利率(%)	80.8	80.0	79.6	78.8	78.5
净利率(%)	50.2	45.9	46.2	45.3	45.1
ROE(%)	29.3	24.6	24.6	23.9	23.7
ROIC(%)	27.6	22.9	23.0	22.3	22.1
偿债能力					
资产负债率(%)	10.4	9.2	8.7	7.6	7.3
净负债比率(%)	-60.1	-62.7	-65.2	-68.1	-68.8
流动比率	7.1	8.1	8.9	10.4	11.1
速动比率	6.2	7.2	7.9	9.3	9.9
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	7.1	7.8	7.8	7.8	7.8
应付账款周转率	3.7	5.8	5.8	5.8	5.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.88	2.48	3.18	4.12
每股经营现金流(最新摊薄)	1.71	2.02	2.19	3.03	3.74
每股净资产(最新摊薄)	5.75	7.63	10.11	13.28	17.41
估值比率					
P/E	94.4	84.8	64.1	50.1	38.6
P/B	27.7	20.9	15.7	12.0	9.1
EV/EBITDA	79.4	70.7	52.2	40.4	30.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn